The Maritime Forum of Cabinets
June 17 - 18, 1991
Moncton, New Brunswick

MARITIME PROVINCES SECURITIES REGULATION

RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES DES PROVINCES MARITIMES

Le forum des cabinets des Maritimes
les 17 - 18 juin 1991
Moncton, Nouveau-Brunswick

91-06940/

MEMORANDUM

April 3, 1991

RE: MARITIME PROVINCES SECURITIES REGULATION - PRELIMINARY PROPOSALS

The purpose of this memorandum is to summarize discussions which were held at Moncton, New Brunswick on April 2, 1991 among Donne Smith, Administrator under the *Securities Act* (New Brunswick), Merrill Wigginton, Administrator under the *Securities Act* (Prince Edward Island) and Bob MacLellan, Chairman of the Nova Scotia Securities Commission.

Purpose of Meeting

The purpose of the meeting was to investigate in a preliminary way the desirability of greater cooperation among the Maritime Provinces in the area of securities regulation. None of the participants had any authority to speak on behalf of the government of their province but each attended these preliminary discussions with the approval of his senior official.

Conclusion of Meeting

For the reasons set forth herein the participants at the meeting unanimously recommend that consideration be given to establishing a Maritime Securities Commission to administer uniform securities legislation in the region.

Purpose of Securities Regulation

A brief statement of the purpose and objective of securities regulation is necessary in order to assess the advantages and disadvantages of the current regulatory scheme as well as any proposals which may be advanced to enhance cooperation in the area of securities regulation. The natural tendency is to view securities legislation as investor protection legislation. It is, of course, investor protection legislation but more fundamentally it must be viewed as an essential component of an economic development strategy in a free enterprise capitalistic system. Capital is the fuel which drives the free enterprise system and it is therefore essential that access to capital be available to business enterprise. The source of capital is ultimately individual investors. The financial marketplace functions to connect or marry the investment desires of individual investors to the capital needs of business enterprises. This function of intermediation is performed by the financial services industry.

The financial services industry is conveniently divided into two groups. One group consists of financial institutions and the other group of securities firms.

Financial institutions consist of banks, trust and loan companies and insurance companies. Each of these institutions raise money from investors (by way of deposit, loan or equity) and in turn lend that money to others thereby profiting by the spread between the cost of the money acquired and the income earned on the money invested. These institutions are primarily regulated by financial institution regulators who receive their mandate under the governing financial institution statute. The objective of financial institution regulation is to protect individual investors by ensuring the financial stability of the financial institution. It is thus investor protection legislation.

The securities industry also functions as middlemen between investors and business enterprise. Generally speaking, the securities industry functions in a more direct way to marry the investment objectives of individual investors with the capital requirements of business enterprise than do financial institutions. In the primary or new issue market in which fresh capital is raised for business enterprise a securities firm primarily seeks out investors who are willing to invest in the business enterprise. The second principal function of securities firms relates to their function in establishing a marketplace whereby a security holder may sell or buy previously issued securities. The importance of this secondary securities market must be viewed as a fundamental requirement of the primary securities market. If investors have liquidity in the secondary market then they will be more willing to invest in the primary market which is the market that raises capital for business enterprise.

It is apparent that the fairness or integrity of the financial markets including the securities market is essential to the ability of business enterprise to raise capital. If investors do not have confidence in the fairness in the securities markets then they will be reluctant to participate in those markets and consequently capital formation will be inhibited with the consequence that economic development will be restricted and job creation adversely affected.

The objective of securities regulation is therefore to enhance investor confidence in the securities market by implementing a scheme of investor protection. The goal of securities regulation is not to ensure that any particular investment has merit but rather to ensure that an investor has available a reasonable level of information upon which to make an informed investment decision and to ensure that participants in the securities industry deal fairly with their investor clients.

Securities regulation can be divided into the following three principal components:

1. Disclosure - A business enterprise which proposes to raise capital is required to prepare a disclosure document (usually a prospectus) wherein certain prescribed information relating to the nature of the business and financial structure of the enterprise is disclosed. The initial disclosure document is required to be filed with securities regulators and is reviewed by the securities regulators to determine its compliance as to form but not for the purpose of determining whether the securities have investment merit. Some jurisdictions, such as Nova Scotia, also have a continuous disclosure regime whereby the issuer, following the issuance of the securities, is required to make continuous disclosure through financial reporting and other mechanisms so that the secondary market in the issuers securities can function on an informed investment decision basis.

2. Registration - It is a requirement of securities regulation that any person, including company, which is engaged in the securities industry (securities brokers, investment dealers, salesmen, etc.) must be licensed to engage in the activity in question. The requirements for licensing include minimum levels of financial resources, character and knowledge of the securities markets.

3. Enforcement - In order for the regulatory system of disclosure and registration to function adequately there must be governmental surveillance to ensure compliance with the regulatory requirements. This necessitates investigation and enforcement of the rules.

The foregoing general summary is by no means complete. Its purpose is to demonstrate the importance of securities regulation as an economic development tool through a reasonable level of investor protection. It is in this context that the participants at the meeting discussed greater regional cooperation in the area of securities regulation.

Purpose of Regional Securities Regulation

The conclusion reached by the participants was that greater cooperation in securities regulation would enhance securities regulation and thus economic development in the following ways:

1. Capital Formation - Any change in the regulatory system which has the potential to reduce the cost of raising capital for a business enterprise without sacrificing investor protection will improve market efficiency and thus the ability to raise capital. Consequently, if an issuer can deal with one

administrative agency rather than three administrative agencies in clearing an initial disclosure document such as a prospectus the advantages to the issuer will be significant. First, both the professional costs as well as governmental fees should be reduced. Second, the issuer will be able to access a market of close to two million people rather than only the market which exists in the clearing jurisdiction.

2. Efficiency for Securities Industry - Greater cooperation in the region would mean that securities industry participants such as securities dealers could deal with one regulatory agency rather than three which would reduce both costs and compliance filings.

3. Enforcement - Enforcement of securities laws in the region would become more effective as well as more efficient by redirecting funds currently dedicated to the prospectus clearance and registration functions into enhanced surveillance and enforcement.

4. Administrative Efficiency - As touched upon in the prior paragraph, administrative efficiency can be enhanced. However, this should not be construed to equate to reduced spending. In fact, aggregate spending may increase depending upon the model adopted for greater cooperation but the spending will be more efficient and self-funding (see below). The point is that regional regulation would have as its objective improved market efficiency through an enhanced level of investor protection and not simply the current inadequate level of investor protection being achieved with less expense.

5. Regional Sensitivity - The capital markets are both regional, national and international. Regional regulation must both recognize the national and international scope of securities markets by having laws which are not inconsistent with the laws of other jurisdictions while at that same time recognizing the unique requirements of the regional market. A regional regulatory regime would provide the region with a greater input into the development of cooperative national policies in the area of securities regulation.

<u>Approaches to Regional Cooperation</u>

There are two basic models which could be adopted for greater regional cooperation. First, the cooperation could adopt a reciprocal approach under which each province would maintain its own regulatory scheme albeit under more harmonized legislation. Under this model licensing and disclosure document clearance in one jurisdiction would be accepted by the other jurisdictions. Obviously, this format would require that each jurisdiction have equal confidence in both the legislation and administrative structure of the other jurisdictions. The second, and it is

thought more preferable model, would be a system of unitary regulation. This model would require uniform legislation in each province with a single administrative agency mandated to administer the legislation of all Provinces.

The reciprocal model would not achieve the market or administrative efficiencies which would be achieved by the unitary model because each jurisdiction would still be required to have staff to deal with the clearing of initial disclosure documents, registration and enforcement. Thus many of the benefits to be achieved through regional cooperation which were previously outlined would be lost. However, a unitary model could achieve all of those advantages.

Administrative Structure

The administrative structure which is proposed would consist of a Maritime Securities Commission (the "Commission") consisting of commissioners and staff. The Commission would perform three roles. First, it would be the *quasi judicial* arm of the regulatory scheme, second, it would be the executive arm of the regulatory scheme and third, it would be the policy formulation arm of the regulatory scheme. The staff of the Commission is the administrative arm of the regulatory scheme.

Members of the Commission should either be appointed jointly by the Provinces or pursuant to a formula whereby each Province would appoint a particular number of commissioners.

The administration or staff of the Commission could be organized into three regional offices with one office being located in each jurisdiction. A regional office would perform two functions. First, a surveillance and enforcement function and second, a regional filing office for registration and offering document filings. In addition to the regional office it will be necessary to establish a central office which would contain the principal offices of the Commission and infra structure for Commission staff. Presumably this central office would share premises with the regional office for the province in which the central office is to be located.

Funding

The unitary model would be designed, through its fee structure, to be self-funding with surplus or deficiencies to be shared in an agreed upon manner.

Reporting Mechanism

A suitable reporting system for the new agency to governments would need to be established which would recognize the dual principles of accountability and administrative independence.

Regional Stock Savings Plan

The proposed structure would also accommodate the establishment of a regional stock savings plan if the governments in the region wished to pursue such an initiative.

* * * *

In conclusion, the participants at the meeting were unanimous in recommending that their respective governments give serious consideration to investigating the proposal contained in this memorandum. The administrators would be pleased to participate in this initiative.

SOMMAIRE **Le 3 avril 1991**

RÉGLEMENTATION DES VALEURS MOBILIÈRES DANS LES PROVINCES MARITIMES - PROPOSITIONS PRÉLIMINAIRES

Le présent sommaire a pour but de résumer les discussions tenues à Moncton, au Nouveau-Brunswick, le 2 avril 1991 entre Donne Smith, administrateur nommé en vertu de la Loi sur les valeurs (Nouveau-Brunswick), Merrill Wigginton, administrateur nommé en vertu de la loi sur les valeurs mobilières (Île-du-Prince-Édouard) et Bob MacLellan, président de la Commission des valeurs mobilières de la Nouvelle-Écosse.

But de la rencontre

Le but de la rencontre était d'examiner de façon préliminaire les avantages d'une collaboration accrue entre les provinces Maritimes en matière de réglementation des valeurs mobilières. Aucun des participants n'était autorisé à parler au nom du gouvernement de sa province, mais leur participation à ces discussions préliminaires avait été approuvée par leur supérieur.

Conclusion de la rencontre

Les participants à la rencontre ont recommandé unanimement, pour les raisons mentionnées dans le présent sommaire, que l'on étudie la possibilité d'établir une commission des valeurs mobilières des Maritimes chargée d'assurer l'application de lois uniformes sur les valeurs mobilières dans la région.

But de la réglementation des valeurs mobilières

Il faut préparer un bref énoncé du but et de l'objectif de la réglementation des valeurs mobilières afin d'établir les avantages et les inconvénients du régime de réglementation actuel et de tout projet qui pourrait être soumis en vue d'une collaboration accrue en matière de réglementation des valeurs mobilières. On a tendance à percevoir la législation sur les valeurs mobilières comme une mesure visant à protéger les investisseurs. Cette mesure vise, bien entendu, à protéger les investisseurs, mais, plus fondamentalement, elle doit être perçue comme une composante essentielle d'une stratégie de développement économique dans un système de libre entreprise. Le capital est la source d'énergie qui alimente le système de la libre entreprise; il est donc essentiel que les entreprises commerciales y aient accès. Le capital provient ultimement des investisseurs particuliers. Les fonctions du marché financier consistent à apparier les objectifs d'investissement des différents investisseurs et les besoins de capitaux des entreprises commerciales. Cette fonction d'intermédiaire est assurée par le secteur des services financiers.

Le secteur des services financiers est réparti de façon pratique en deux groupes, notamment les institutions financières et les maisons de courtage.

Les institutions financières comprennent les banques, les fiducies, les sociétés de prêt et les compagnies d'assurance. Chacune de ces institutions mobilisent des fonds des investisseurs (par voie de dépôt, de prêt ou d'avoir) qu'elles prêtent à d'autres, profitant ainsi de l'écart entre le coût de l'argent acquis et le rendement sur les sommes investies. Ces institutions sont réglementées principalement par des organismes chargés de la réglementation des institutions financières qui tiennent leur mandat de la loi régissant les institutions financières. La réglementation des institutions financières vise à protéger les investisseurs particuliers en assurant la stabilité financière de l'institution financière. Il s'agit effectivement d'une loi visant à protéger les investisseurs.

Le secteur des valeurs mobilières fait également fonction d'intermédiaire entre les investisseurs et les entreprises commerciales. Généralement, le secteur des valeurs mobilières fonctionne de façon plus directe que les institutions financières pour apparier les objectifs des investisseurs particuliers en matière d'investissement et les besoins de capitaux des entreprises commerciales. Sur les marchés primaires ou sur les marchés des nouvelles émissions où les nouveaux capitaux sont mobilisés pour l'entreprise commerciale, une maison de courtage recherche principalement des investisseurs prêts à investir dans l'entreprise commerciale. La deuxième principale fonction des maisons de courtage concerne leur rôle dans l'établissement d'un marché où un porteur de valeurs peut vendre ou acheter des valeurs déjà émises. L'importance de ce marché secondaire des valeurs mobilières doit être perçue comme une exigence fondamentale du marché primaire des valeurs mobilières. Si les investisseurs ont investi des sommes dans le marché secondaire, ils seront davantage disposés à investir dans le marché primaire, qui mobilise les capitaux pour l'entreprise commerciale.

Afin que l'entreprise commerciale puisse mobiliser les capitaux, les marchés financiers, y compris le marché des valeurs mobilières, doivent évidemment être justes et intègres. Si les investisseurs doutent de l'intégrité et du sens de justice des marchés de valeurs mobilières, ils hésiteront à y participer, ce qui ralentira la mobilisation de capitaux et qui aura pour effet de limiter le développement économique et de nuire à la création d'emplois.

La réglementation des valeurs mobilières a donc pour but d'accroître la confiance des investisseurs vis-à-vis du marché des valeurs mobilières par la mise en oeuvre d'un régime de protection de l'investisseur. La réglementation des valeurs mobilières ne vise pas à assurer le mérite d'un investissement particulier, mais plutôt à offrir à l'investisseur un niveau d'information raisonnable afin qu'il soit en mesure de prendre

une décision éclairée en matière d'investissement; elle vise également à s'assurer que les intervenants du secteur des valeurs mobilières traitent leurs clients investisseurs de façon équitable.

La réglementation des valeurs mobilières peut être répartie en trois principales composantes :

1. Information - Une entreprise commerciale qui entend mobiliser des capitaux doit préparer un document d'information (habituellement un prospectus) contenant certains renseignements prescrits sur la nature de la structure financière et commerciale de l'entreprise. Ce document doit être déposé auprès des organismes de réglementation qui l'examinent afin de déterminer si son format est conforme. Le but de cet examen n'est pas de déterminer si les valeurs mobilières représentent un bon investissement. Certaines provinces, comme la Nouvelle-Écosse, ont également un régime d'information continu selon lequel l'émetteur, après l'émission des valeurs mobilières, doit continuer de fournir de l'information au moyen de rapports financiers et autres mécanismes afin que le marché secondaire des valeurs mobilières émises puisse prendre des décisions éclairées en matière d'investissement.

2. Enregistrement - Les règlements sur les valeurs mobilières exigent que toute personne, y compris une compagnie, qui participe au secteur des valeurs mobilières (courtiers en valeurs mobilières, négociants de valeurs mobilières, vendeurs, etc.) soit titulaire d'une licence à cet effet. Les conditions à remplir afin d'obtenir une licence comprennent des ressources financières minimum, une preuve de bonne réputation et la connaissance des marchés des valeurs mobilières.

3. Application - Le bon fonctionnement du régime de réglementation sur l'information et l'enregistrement nécessite une certaine surveillance gouvernementale afin d'assurer le respect des exigences en matière de réglementation. Pour ce faire, il faut effectuer des enquêtes et assurer l'application des règles.

Le résumé général qui précède n'est pas exhaustif. Il a pour but de souligner l'importance de la réglementation des valeurs mobilières comme outil de développement économique assurant un degré de protection raisonnable de l'investisseur. C'est dans ce contexte que les participants à la rencontre ont discuté d'une collaboration régionale accrue en matière de réglementation des valeurs mobilières.

But de la réglementation régionale des valeurs mobilières

Les participants ont conclu qu'une plus grande coopération en matière de réglementation des valeurs mobilières permettrait d'améliorer la réglementation et donc de favoriser le développement économique comme suit :

1. Mobilisation de capitaux - Tout changement apporté au système de réglementation susceptible de réduire le coût de la mobilisation de capitaux pour une entreprise commerciale, sans sacrifier la protection de l'investisseur, améliorera l'efficacité du marché et augmentera la capacité de mobiliser des capitaux. Si un émetteur peut faire approuver un document d'information initial tel qu'un prospectus, par un organisme administratif plutôt que par trois, il en retirera des avantages importants. D'abord, les coûts des services professionnels ainsi que les droits à acquitter au gouvernement devraient être réduits. Deuxièmement, l'émetteur pourra accéder à un marché de près de deux millions de personnes plutôt que d'être limité au marché de la province qui approuve l'émission.

2. Efficacité du secteur des valeurs mobilières - La collaboration régionale accrue permettrait aux intervenants du secteur des valeurs mobilières, tels que les courtiers, de transiger avec un organisme de réglementation plutôt qu'avec trois, ce qui réduirait les coûts et les frais d'enregistrement.

3. Application - L'application des lois sur les valeurs mobilières dans la région serait plus efficace parce que les fonds actuellement consacrés à l'approbation du prospectus et à l'enregistrement pourraient être destinés à une meilleure surveillance et à une meilleure application.

4. Efficacité administrative - Comme il est mentionné dans le paragraphe précédent, l'efficacité administrative peut être améliorée. Cela ne devrait pas être interprété toutefois comme une réduction des dépenses. En fait, les dépenses totales pourraient augmenter selon le modèle adopté en vue d'une meilleure coopération, mais les dépenses seraient plus efficaces et assureraient un meilleur autofinancement (voir ci-dessous). La réglementation régionale viserait à accroître l'efficacité du marché en protégeant mieux l'investisseur.

5. Sensibilité régionale - Les marchés de capitaux sont de nature régionale, nationale et internationale. La réglementation régionale doit reconnaître la portée internationale et nationale des marchés de valeurs mobilières par l'adoption de lois qui ne vont pas à l'encontre de celles des autres provinces mais qui reconnaissent en même temps les exigences uniques du marché régional. Un régime régional de réglementation assurerait

une meilleure participation de la région à l'élaboration de politiques nationales conjointes dans le domaine des valeurs mobilières.

Approches en matière de coopération régionale

Deux modèles de base pourraient être adoptés pour assurer une meilleure coopération régionale. D'abord, on pourrait adopter une formule de réciprocité qui permettrait à chaque province de conserver son système de réglementation au complet en vertu d'une législation mieux harmonisée. En vertu de ce modèle, les licences délivrées et les documents d'information approuvés par une province seraient reconnus par les autres provinces. Cette formule pourrait fonctionner à condition que chaque province ait confiance dans la structure administrative et législative des autres provinces. Le deuxième modèle, soit celui qui est préféré, serait un seul et même système de réglementation. Il exigerait une législation uniforme dans chacune des provinces, un seul organisme administratif ayant le mandat d'assurer l'application de la loi de toutes les provinces.

Le modèle réciproque ne permettrait pas d'atteindre une aussi grande efficacité administrative ou du marché que le modèle prévoyant un seul système de réglementation parce que chaque province devrait encore avoir un personnel chargé de l'approbation des documents d'information initiaux, de l'enregistrement et de l'application. Ainsi, bon nombre des avantages de la coopération régionale déjà expliqués seraient perdus. Un système unique de réglementation pourrait cependant présenter tous ces avantages.

Structure administrative

La structure administrative proposée sera une commission des valeurs mobilières des Maritimes (la "commission") se composant de commissaires et d'un personnel. Cette commission jouerait essentiellement trois rôles. Elle assurerait premièrement la fonction quasi judiciaire du régime de réglementation, deuxièmement, la fonction exécutive du régime de réglementation, et troisièmement, la fonction de l'élaboration des politiques. Le personnel de la commission exercerait la fonction administrative du régime de réglementation.

Les membres de la commission devraient être nommés conjointement par les provinces ou selon une formule qui assurerait la nomination d'un nombre précis de commissaires par chaque province.

L'administration ou le personnel de la commission pourrait être réparti en trois bureaux régionaux, un bureau étant situé dans chaque province. Les bureaux régionaux assumeraient deux fonctions, une fonction de surveillance et d'application, et deuxièmement, l'enregistrement régional et le dépôt de documents. En plus des bureaux régionaux, il faudrait établir un bureau

central qui regrouperait les principaux bureaux et l'infrastructure du personnel de la commission. Présumément, ce bureau central partagerait les locaux avec le bureau régional de la province où il serait situé.

Financement

Grâce à sa structure des prix, le modèle prévoyant un seul système de réglementation serait organisé de façon à s'autofinancer, les excédents ou les déficits étant répartis selon une formule acceptée.

Présentation des rapports

Il faudrait établir, pour le nouvel organisme, un système de présentation des rapports qui serait acceptable aux gouvernements et qui respecterait les doubles principes de la responsabilité et de l'autonomie administrative.

Régime d'épargne-actions régional

La structure proposée permettrait aussi d'établir un régime d'épargne-actions régional, si les gouvernements de la région le souhaitaient.

* * * *

En terminant, les participants à la rencontre ont recommandé à l'unanimité que leur gouvernement respectif étudie sérieusement le régime proposé dans le présent sommaire. Les administrateurs seraient heureux de participer à cette initiative.